

证券研究报告

食品饮料

推荐(维持)

证券分析师

汤玮亮

投资咨询资格编号:S1060512040001
电话 0755-22624571
邮箱 TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献

投资咨询资格编号:S1060511010014
电话 0755-22627143
邮箱 WENXIAN001@pingan.com.cn

研究助理

张宇光

一般证券从业资格编号:S1060113090015
电话 0755-22627694
邮箱 ZHANGYUGUANG467@pingan.com.cn

王俏怡

一般证券从业资格编号:S1060113110013
电话 0755-22626689
邮箱 WANGQIAOYI597@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

顺鑫农业(000860)

收购清河源进入牛羊肉产业，有望显著增厚业绩

事项：

顺鑫农业发布公告，公司拟通过非公开发行股份及支付现金相结合的方式，购买马希明等9名股东持有的清河源食品70%股份；同时，公司拟向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，配套募集资金总额不超过交易总金额的25%。交易各方初步协商确定的交易标的作价为107,548.85万元，以现金支付的对价21,509.77万元。

平安观点：

- 清河源可对顺鑫农业的肉类加工业务形成较好的互补，同时被上市公司收购也有助于提升其品牌价值，双赢选择。清河源是2002年设立于甘肃省临夏市的专门从事牛羊繁育、屠宰和肉制品加工的公司，其中屠宰和肉制品加工是其主要的收入和利润来源，2014年营收、净利分别为8.8亿、1.28亿。2014年中国牛羊肉产量1117万吨，大约为猪肉的20%，市场容量不小。顺鑫的肉类加工业务以猪肉为主，且主要集中在北京地区，收购清河源可对顺鑫肉类业务的品类和区域形成较好的互补。现有上市公司较少涉及牛羊肉业务，肉制品龙头双汇发展有涉及相关业务，但规模较小，福成五丰有肉牛饲养及屠宰加工业务，2014年牛肉及肉制品销售规模约为4亿。清河源进入上市公司后，可借助资本市场放大品牌价值。
- 清河源在牛羊肉产业中有两个独特的看点：（1）原料来源和区域独特，可形成差异化的竞争。从原材料来源和地域看，清河源地处临夏回族自治州，靠近甘肃、四川、青海等藏区牧场，原材料为来自上述藏区牧场的牦牛和藏绵羊，病源较少。（2）现有消费群体稳定。清河源的冷冻牛羊肉主要面向藏民，藏民对牦牛和藏绵羊有着特殊的偏好。
- 预计收购清河源可增厚公司2015年净利、EPS分别为26%、15%。清河源评估价值15.4亿，对应2014年PE为12倍，价格较便宜，肉制品龙头企业双汇发展2014年PE22倍左右。根据业绩承诺，15-16年净利需分别增25%、20%，成长性较好。清河源的高管动力和信心充足，一方面资产购买完成后，马希明等人将持有顺鑫农业股权，并且存在锁定期，与上市公司利益一致，动力充足。另外，若业绩不达承诺目标，马希明等人还将进行业绩补偿，也显示对清河源未来成长的信心充足。假设新增股本0.55亿和清河源2015年实现净利1.6亿，估计可增厚顺鑫农业2015年净利、EPS分别为26%、15%。
- 若不考虑收购，我们维持原来的净利预测，预计2015-2016年净利增长18.6%、16.4%，EPS为0.75、0.87元。若考虑收购清河源，预计15-16年EPS为0.86、1.00元。我们判断此次收购这仅是开始，预计公司未来酒和肉业务并购整合将有一系列动作，同时逐步剥离酒肉以外的其它业务，维持“推荐”的投资评级。
- 风险提示：强势竞品进入20元以下白酒产品价格带；收购清河源失败。

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	9376	10685	10718	11083
现金	1856	2606	2474	2270
应收账款	174	102	106	114
其他应收款	41	48	50	54
预付账款	468	545	556	594
存货	6838	7384	7532	8051
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	4413	4858	5289	5613
长期投资	55	0	0	0
固定资产	3105	3382	3696	3947
无形资产	866	846	887	916
其他非流动资产	388	630	706	750
资产总计	13789	15543	16007	16696
流动负债	9214	8113	8269	8533
短期借款	6094	4709	4709	4709
应付账款	374	323	330	353
其他流动负债	2746	3081	3230	3472
非流动负债	1399	2245	2245	2245
长期借款	1099	1613	1613	1613
其他非流动负债	300	632	632	632
负债合计	10613	10358	10514	10778
少数股东权益	115	106	112	120
股本	439	571	571	571
资本公积	1228	2798	2798	2798
留存收益	1395	1710	2012	2429
归属母公司股东权益	3061	5079	5381	5798
负债和股东权益	13789	15543	16007	16696

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	744	294	724	594
净利润	198	359	426	496
折旧摊销	7	5	6	7
财务费用	152	163	148	152
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	488	363	94	356
其他经营现金流	-101	-597	50	-417
投资活动现金流	-656	-437	-651	-578
资本支出	538	441	493	447
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1195	-879	-1144	-1026
筹资活动现金流	-539	894	-205	-219
短期借款	814	-1385	0	0
长期借款	203	584	0	0
普通股增加	0	132	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1556	1695	-205	-219
现金净增加额	-451	750	-132	-204

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	9072	9481	9816	10608
营业成本	6242	6288	6415	6856
营业税金及附加	858	1018	1054	1139
营业费用	960	912	982	1093
管理费用	559	559	579	625
财务费用	152	163	148	152
资产减值损失	5	6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	3	0	0
营业利润	303	538	639	743
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	300	535	636	740
所得税	95	170	203	237
净利润	205	365	433	504
少数股东损益	7	5	6	7
归属母公司净利润	198	359	426	496
EBITDA	618	916	1018	1144
EPS (元)	0.35	0.63	0.75	0.87

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	8.8	4.5	3.5	8.1
营业利润(%)	47.9	77.4	18.7	16.3
归属于母公司净利润(%)	57.1	81.8	18.6	16.4
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	31.2	33.7	34.6	35.4
净利率(%)	2.3	3.9	4.4	4.8
ROE(%)	6.6	8.8	8.1	8.9
ROIC(%)	3.5	4.9	5.2	5.6
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	77.0	66.6	65.7	64.6
净负债比率(%)	177.5	85.2	82.8	80.3
流动比率	1.02	1.32	1.30	1.30
速动比率	0.28	0.41	0.39	0.36
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.69	0.65	0.62	0.65
应收账款周转率	65.8	88.2	94.9	96.9
应付账款周转率	16.8	18.0	19.6	20.1
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.63	0.75	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	0.67	1.65	1.35
每股净资产(最新摊薄)	7.24	11.82	12.53	13.49
估值比率	-	-	-	-
P/E	65.5	36.0	30.4	26.1
P/B	3.3	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	27.0	21.0	18.9	16.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033